

Dr. sc. Anita Pavković

Docent
Ekonomski fakultet Zagreb
E-mail: anita.musa@efzg.hr

Davor Vedriš, mag.oec.

E-mail: davor987@gmail.com

REDEFINIRANJE ULOGE AGENCIJA ZA KREDITNI REJTING U SUVREMENOM FINACIJSKOM SUSTAVU

UDK / UDC: 336.717.061

JEL klasifikacija / JEL classification: G21

Pregledni rad / Review

Primljeno / Received: 28. veljače 2011. / February 28, 2011

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 30. svibnja 2011. / May 30, 2011

Sažetak

Kreditne rejting agencije danas imaju važnu ulogu u razvijenim globalnim bankovnim i tržištima vrijednosnica. Njihovi su primarni ciljevi osiguravanje neovisne, objektivne i visoko kvalitetne ocjene svim korisnicima financijskih usluga. Tržišni sudionici (poslovne banke, investicijski fondovi, osiguravatelji, mirovinski fondovi, drugi institucionalni investitori i kompanije) koriste ocjene kreditnih rejting agencija pri investiranju i u okviru procjene kreditne sposobnosti klijenata. Razvojem tržišta i povećanjem njegove kompleksnosti od kreditnih se rejting agencija očekuje pokrivanje sve više financijskih instrumenata te povezanih rizika. Ndovezujući se na prethodno izneseno, većina sofisticiranih tržišnih sudionika posljednjih godina, kao što su upravljači imovinom institucionalnih investitora, nije provodila vlastitu dubinsku ocjenu imovine, već je eksternalizirala ocjenu kreditnog rizika na vanjske ovlaštene kreditne rejting agencije te se previše oslanjala na njih, što je prouzročilo ogromne gubitke i štete u financijskim i gospodarskim sustavima diljem svijeta. Cilj je rada ukazati na osnovna ograničenja intenzivne primjene kreditnog rejtinga u investicijskim i bankovnim politikama te dati prikaz relevantne stručne i znanstvene literature o pozitivnim i negativnim učincima njihove primjene.

Ključne riječi: rejting agencije, rejting skala, metodologija rejtinga, regulacija, transparentnost

1. UVOD

Kreditne su rejting agencije tvrtke koje različitim intenzitetom i opsegom aktivnosti već 150 godina djeluju u gospodarskim i financijskim sustavima. Uloga, značenje i obuhvat aktivnosti kreditnih rejting agencija mijenjao se kroz vrijeme uslijed intenzivnog razvoja financijskog sustava, pri čemu su današnje agencije postale njegov važan sudionik diljem svijeta. Uloga kreditnih rejting agencija naročito je značajna u sustavima s razvijenim tržišnim mehanizmima financiranja, pri čemu kreditne rejting agencije kreiraju i prodaju objektivne i neovisne ocjene relativne kreditne kvalitete kompanije, dužničkog instrumenta ili države. No, i u tradicionalnim bankocentričnim sustavima u kojima dominiraju krediti i kreditni instrumenti financiranja, kreditne rejting agencije posljednjih se desetljeća nameću kroz intenzivniju primjenu njihovih ocjena izloženosti rizicima kreditnih institucija i investicijskih društava u regulatorne i supervizorske svrhe.

Mnogostruke su prednosti i koristi postojanja kreditnih rejting agencija, a očituju se kroz uklanjanje asimetričnih informacija između izdavatelja i investitora, niže troškove ocjene predmeta rejtinga u odnosu na individualne procjenitelje i sl. Međutim, kreditne rejting agencije u posljednje su vrijeme predmet brojnih znanstvenih i stručnih istraživanja, posebno zbog činjenice da se navode kao temeljni uzročnici i akteri globalne financijske krize. U njihovu poslovanju postoje i razne etičke, financijske i druge poteškoće i ograničenja kao što su, primjerice, kupovanje rejtinga, naplata naknada od izdavatelja, oligopolska struktura industrije i sl., a njihova temeljna zadaća osiguranja neovisne, objektivne i visoko kvalitetne ocjene na temelju mnogih primjera dovedena je u pitanje. Trenutačno se preispituje njihova dosadašnja uloga i razmatraju mogućnosti budućeg okvira djelovanja i aktivnosti, posebno njihove strože regulacije razboritog poslovanja, ali i stvaranja mehanizama samoregulacije.

U radu se prikazuje i razvoj regulatornog okvira osnivanja, poslovanja, nadzora i prestanka kreditnih rejting agencija, njihove temeljne aktivnosti i izvori prihoda, ograničenja njihova poslovanja, zahtjevi za transparentnošću, konkurencija i koncentracija na tržištu i druga pitanja koja će bitno oblikovati buduću strukturu tržišta kreditnog rejtinga. U zaključnim razmatranjima daju se i moguća rješenja dosadašnjih loših praksi poslovanja kreditnih rejting agencija.

2. TRADICIONALNA I REDEFINIRANA ULOGA AGENCIJA ZA KREDITNI REJTING NA FINANCIJSKOM TRŽIŠTU

Kreditna rejting agencija specijalizirana je tvrtka koja daje mišljenje o kreditnoj sposobnosti entiteta ili financijske obveze kao što su, primjerice, obveznice, preferencijalne dionice i komercijalni papiri. Rejting agencije neovisni

su procjenitelji čiji se savjeti prihvaćaju u svrhu izvršavanja transakcija na financijskom tržištu. Kreditni rejting i ocjenu kreditne sposobnosti dodjeljuju i banke, ali iz komercijalnih razloga u praksi se sve više koriste rejting specijaliziranih agencija. Agencije za kreditni rejting razvijale su se tijekom vremena pa su tako od agencija koje su procjenjivale rizičnost izdanja željezničkih kompanija proširile svoje poslovanje i započele s ocjenjivanjem instrumenta cijelog financijskog tržišta. Od nastanka agencija za kreditni rejting pa do danas njihovo se poslovanje uvelike proširilo te se sada bave procjenom rizičnosti raznih instrumenata na financijskom tržištu, kao što su obveznice lokalnih jedinica, preferencijalne dionice, razni komercijalni papiri, certifikati o depozitu, procjena rizičnosti derivata itd.¹ Zahvaljujući razvoju financijskih tržišta i instrumenata koji se na njemu razmjenjuju, rasla je i važnost kreditnih rejting agencija. Danas renomirane rejting agencije, osim usluge procjene rejtinga, daju i savjetničke usluge, upravljaju značajnijim svjetskim indeksima i bave se i drugim visoko profitabilnim aktivnostima te su značajni sudionici u razvijenim financijskim sustavima s ogromnom tržišnom moći.

Kreditni se rejting definira kao skup svojstava tražitelja kredita, kao što su položaj, imovina, poslovi i perspektiva, na temelju kojih je moguće donijeti ocjenu o njegovoj kreditnoj sposobnosti². Standardizirani pokazatelj kvalitete naziva se rejting koji prikazuje procjenu financijske pozicije izdavatelja vrijednosnih papira. Osim procjene rizičnosti izdavatelja kada se radi o obveznicama i dionicama, rejting agencije prisutne su u dodjeljivanju rejtinga zemljama, ali i u današnje vrijeme kompleksnim strukturnim instrumentima financiranja³. Razvojem financijskog sustava i mehanizama koji u njemu djeluju širio se i raspon usluga i aktivnosti koje rejting agencije provode, a osim toga procjena rejtinga radi se sve učestalije.

¹ Cantor, R., Packer, F., *The credit rating industry*, FRBNY quarterly review, http://www.ny.frb.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.html, 1994., str. 3.

² Leko, V.; Mates, N., urednici, *Rječnik bankarstva i financija*, Masmedia, Zagreb, 1993., str. 253.

³ Prema Zakonu o reformi kreditnih rejting agencija, kreditna rejting agencija u SAD-u može se registrirati s obzirom na predmet dodijeljenog rejtinga na: financijske institucije, brokere/dealere, osiguravatelje, korporativne izdavatelje, izdavatelje vrijednosnica na temelju imovine te izdavatelje državnih vrijednosnica, municipalnih vrijednosnica i vrijednosnica izdanih od strane države. Prema Komisija za vrijednosne papire, 2010., <http://www.sec.gov/answers/nrsro.htm>.

Prva trgovačka rejting agencija koja je preteča današnjih agencija za kreditni rejting pojavila se na financijskom tržištu 1841. godine. Osnovana je radi financiranja željezničkih tvrtki koje su se u tom razdoblju intenzivno razvijale i prikupljale nove izvore financiranja izdavanjem obveznica. Naglim razvojem tržišta obveznica pojavila se potreba za poznavanjem osnovnih financijskih informacija o poduzeću izdavatelju. Na tržištu se pojavljuju novi investitori, tradicionalno prikupljanje informacija o izdavateljima vrijednosnica postaje ograničeno, tržište postaje globalno, pri čemu se javlja potreba za neovisnom ocjenom izdavatelja. Urednik American Railroad Journala, Henry Varnum Poor, počeo je 1849. godine objavljivati financijske pokazatelje željezničkih kompanija na sistematičan i razumljiv način. Zahvaljujući interesu za navedenim pokazateljima, Poor je 1865. godine počeo objavljivati „Poor's Manual of the Railroads of United States“ koji se koristio desetljećima kao vodič za investitore i kao takav predstavlja stvarnu prethodnicu današnjih rejtinga. Pravu ekspanziju agencije za kreditni rejting doživjele su nakon 1909. godine kada je John Moody počeo s ocjenjivanjem obveznica američkih željezničkih tvrtki. 1916. godine Poor's Publishing Company izdala je svoje prve rejtinge, a 1922. godine na tržištu se pojavila i Standard Statistics Company. Poor's Publishing Company i Standard Statistics Company spojile su se 1941. godine te je nastala jedna od tri danas najpoznatije agencije za kreditni rejting Standard and Poor's (S&P). 1913. godine Fitch Publishing Company objavila je prve financijske informacije, a 1924. godine predstavila je danas dobro poznat način ocjenjivanja putem skale od najbolje „AAA“ ocjene do najlošije „D“ ocjene rejtinga. Nekoliko događaja u povijesti ubrzalo je razvoj rejting agencija i potvrdilo njihovu važnost.

Prikaz 1. Povijesni razvoj kreditnih rejting agencija

Osnovna je svrha poslovanja rejting agencija uklanjanje asimetričnih informacija između izdavatelja financijskog instrumenta i potencijalnog investitora, čime se postiže izbjegavanje problema postojanja asimetričnih informacija između dviju strana uključenih u transakciju jer se financijska procjena temelji na primjeni standardiziranih pokazatelja kvalitete⁴. Posljednjih godina rejting se koristi i kao regulatorni instrument za nadzor i regulaciju subjekata i institucija koje posluju na financijskom tržištu. Pri procjeni rizičnosti izdavatelja financijskog instrumenta agencije za kreditni rejting koriste se metodologijom koja analizira javno dostupne podatke vezane uz izdavatelje, ali i podatke koji nisu javno dostupni. U jeku aktualne financijske krize postoji veliki znanstveni i stručni interes za poslovanjem agencija za kreditni rejting, a brojni ih stručnjaci i znanstvenici smatraju jednim od glavnih krivaca u lancu odgovornosti za postojeće stanje financijskog sustava.

⁴ Kuhner, C., *Financial rating agencies: Are they credible? – Insights into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risk*, Schmalenbach Business Review, Vol. 53, München, 2001., str. 2.-26.

Standard & Poor's kroz urede u 23 zemlje i 150-godišnju tradiciju poslovanja osigurava investitorima tržišnu inteligenciju kroz kreditne rejtinge, indekse, investicijska istraživanja, ocjenu rizika i savjetovanje radi efikasnijeg donošenja poslovnih odluka korisnika njihovih ocjena rejtinga. U 2009. godini S&P's izdala je više od 870 tisuća novih i revidiranih kreditnih rejtinga, a u siječnju 2011. godine rangira 32 tisuće milijardi US\$ vrijednosti izdanog duga. Standard & Poor's vodi i 53 godine star svjetski poznat i široko primjenjivi indeks S&P 500. Sektore kojima dodjeljuje rejtinge dijeli na korporacije, financijske institucije, fondove, osiguranja, međunarodne javne financije, strukturne financije i države. Koncem 2009. godine operativni prihod S&P's iznosio je 2,61 milijardi US\$. S&P korporativnim klijentima nudi usluge rejtinga koji demonstriraju financijsku snagu korporacije potencijalnim poslovnim partnerima ili investitorima, kao i mogućnost pristupa globalnom kreditnom tržištu. Usluge financijskim institucijama odnose se na ocjenu samih financijskih institucija, ali i instrumenata koje one izdaju. Sektor obuhvaća ocjene rejtinga banaka, štednih institucija, tvrtki za vrijednosnice, hipotekarnih institucija, brokera, dealera, financijskih kompanija, tvrtki za nekretnine, državno sponzoriranih institucija, upravljača imovinom, burzi i institucija prijeboja i sl. Ocjenjuje se kreditna sposobnost financijskih institucija, pri čemu analiza profila rizika uključuje rizik zemlje, okruženje, poziciju kompanije, poslovnu i geografsku diverzifikaciju, menadžerske strategije i sl. Analiza profila financijskog rizika uključuje upravljanje rizikom, kapitalizaciju, zarade, financiranje i likvidnost, računovodstvo i vođenje. Rejtinzi novčanih fondova, fondova s fiksnim prinosima, ETF-ova, skupova lokalne države dodjeljuju se od 1984. godine. Na tržištu različitih vrsta osiguravateljskih proizvoda i usluga S&P ocjenjuje osiguranje imovine i od nesreće, anuitete, reosiguranja, hipotekarno i obvezničko osiguranje i sl. Međunarodne javne financije podrazumijevaju kreditnu ocjenu vrijednosnica koje izdaju lokalne ili državne jedinice i javne vlasti, kao i agencije i subjekti u državnom vlasništvu. Kasnih 80-ih godina prošlog stoljeća proširili su djelokrug ocjene javnih financija na stambeno financiranje, zdravstvenu zaštitu, visoko obrazovanje, neprofitne institucije i sl. Posljednjih se godina na kreditni rejting gleda kao na predmet privlačenja stranih izravnih investicija, pa se ocjenjuju državna izdanja, državno podupirana izdanja ili nadnacionalna izdanja vrijednosnica. U posljednje vrijeme S&P ocjenjuje legalnu strukturu sekuritizacijskih instrumenata i instrumenata strukturnog financiranja, pri čemu se procjenjuje kreditna kvaliteta imovine specijalnih pravnih subjekata (engl. SPV-a), anticipirani novčani tokovi i kreditno ojačanje imovine, što investitora može zaštititi od rizika neplaćanja. Vrste su strukturnih instrumenata vrijednosnice temeljene na imovini (engl. ABS), pokrivene obveznice, komercijalne hipotekarne vrijednosnice (engl. CMBS), rezidencijalne hipotekarne vrijednosnice (engl. RMBS) i kolateralizirane dužničke obligacije (engl. CDO).

Prikaz 2. Osnovni pokazatelji poslovanja agencije Standard & Poor's
2011. godine

U svijetu je 1999. godine poslovalo oko 150 agencija za kreditni rejting čiji se broj smanjio kao rezultat okrupnjavanja postojećih rejting agencija spajanjem ili preuzimanjem manjih rejting tvrtki. Koncem 2009. godine na tržištu su poslovale 73 agencije za kreditni rejting. Postoji velika razlika u veličini između agencija koja se može mjeriti brojem zaposlenika, brojem dodijeljenih rejtinga ili ukupnim ostvarenim operativnim prihodima. Razlikuju se agencije

koje dodjeljuju ograničen broj rejtinga i one koje mogu procijeniti rizičnost velikog broja izdavatelja na osnovi statističkih modela. Zahvaljujući informatičkoj tehnologiji koja omogućava masovnu proizvodnju procjena nije im niti potreban velik broj zaposlenika, budući da na taj način smanjuju troškove zaposlenih i uvećavaju neto vrijednost kompanije.⁵

Na financijskom tržištu dominiraju tri velike rejting agencije: Standard&Poor, Moody's i Fitch koje zauzimaju preko 90% ukupnog tržišta kreditnog rejtinga prema ukupnim ostvarenim prihodima industrije.⁶ Od nastanka kreditnih rejting agencija tri «velike» dominiraju tržištem, dok su ostale, ako su se i pokazale uspješnima, najčešće bile preuzete od strane tržišnih lidera. Razvojem industrije kreditnog rejtinga širio se opseg obuhvata predmeta procjene agencija, a najvažnija su inovacija strukturni financijski proizvodi koji su posljednjih godina postali osnovica njihovih značajnih ostvarenih prihoda.⁷ I danas tri velike kreditne rejting agencije djeluju globalno u svim sektorima gospodarstva.⁸ Navedene agencije najviše posluju na tržištu SAD-a zbog najrazvijenijeg dosegnutog stupnja razvoja financijskog tržišta, a u Europi preko subsidiarija. Prisutnost je univerzalnih agencija za kreditni rejting u ostatku svijeta mala. U mnogim drugim ekonomijama svijeta u velikoj mjeri koriste se bankarski krediti za pribavljanje sredstava, dok je korištenje tržišta kapitala, pa tako i usluga rejting agencija, manje zastupljeno.⁹ Kreditne rejting agencije razlikuju se s obzirom na obuhvat predmeta rejtinga i područje na kojem posluju. Iz tablice 1. vidljivo je da tri najznačajnije rejting agencije posluju globalno (izravno ili preko podružnica) i obuhvaćaju sve sektore za procjenu. Ostale priznate institucije specijalizirane su za određeno geografsko područje ili za specifičan sektor kojemu dodjeljuju rejting.

⁵ Takve agencije najčešće posluju u Švedskoj i u potpunosti pokrivaju procjenu rizičnosti izdavatelja na određenom izabranom tržištu. BIS, *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*, Basel Committee on Banking Supervision, 2000., Working Papers br. 3, str. 14.-15.

⁶ Procjenjuje se da su 2005. godine S&P i Moody's ostvarivali oko 77% svjetskih prihoda baziranih na kreditnom rejtingu, dok je Fitch ostvario 15%.

⁷ Naknade koje izdavatelji plaćaju agencijama čine približno preko 90% ukupnih prihoda nekih agencija za kreditni rejting. U strukturi prihoda Moody's oko 40% prihoda činili su prihodi od dodjele rejtinga strukturnom proizvodom.

⁸ Tri „velike“ agencije posluju globalno i ocjenjuju sve predmete rejtinga, dok se ostale agencije specijaliziraju za neko područje ili sektor. Osim tri navedene i najveće agencije za kreditni rejting na tržištu se nalaze manje i specijalizirane agencije. A.M. Best agencija bavi se pretežito procjenom mogućnosti ispunjenja financijskih obveza poduzeća iz osiguravajuće industrije. Lace Financial bavi se procjenom banaka i ostalih depozitarnih institucija, a KMV procjenjuje financijsku kvalitetu banaka, osiguravajućih društava i ostalih financijskih institucija koje daju zajmove i to na području Sjeverne Amerike, Europe i Pacifičkog pojasa. Egan-Jones Ratings Company bavi se procjenom rizika izdavatelja korporativnih zadužnica na području SAD-a.

⁹ White, L. J., *The Credit Rating Agencies: How Did We Get Here? Where Should We Go?*, <http://www.ftc.gov/be/seminardocs/091112crediratingagencies.pdf>, 2009., str. 10.-12.

Tablica 1.

Osnovni pokazatelji izabranih agencija za kreditni rejting 2011. godine

Rejting agencija i sjedište	Zaposleni	Dodijeljeni rejtinzi	Vlasništvo	Djelokrug rejtinga
Standard & Poor's (SAD)	6.300	870.000	McGraw-Hill	Potpuna usluga
Moody's Investors Service (SAD)	3.900	37.000 izdavatelja, 106.000 instrumenata	Dun & Bradstreet	Potpuna usluga
Fitch (V. Britanija i SAD)	2.100	2.212 korporativnih izdavatelja, 3.700 banaka.	FIMALAC	Potpuna usluga
Japan Credit Rating Agency, Ltd. (Japan)	90	600 izdavatelja	Institucionalni investitori	Potpuna usluga
DBRS (Kanada)	30	više od 1. 000 izdavatelja	Privatno	Strukturni proizvodi
Capital Intelligence	11	više od 400 banaka	Financijske institucije, Fitch	
Kroll Bond Rating Agency (SAD)	-	16.412 financijskih institucija, 1.000 najvećih korporacija	-	Korporacije, banke, osiguravatelji
Egan-Jones Rating Company (SAD)	-	više od 2.000 korporativnih izdavatelja	-	Korporacije
A.M. Best Company (SAD)	450	5.400 rejtinga osiguravajućoj industriji	Privatno	Osiguranje
Rating and Investment Information, Inc. (Japan)	140	1.100	Nikkei Group	Potpuna usluga
Realpoint LLC (SAD)	42	225 klijenata	Morningstar	Strukturni proizvodi

Izvor: Prilagođeno prema BIS, 200., „*Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*“, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers br. 3, str. 22., službeni podaci rejting agencija, Komisija za vrijednosne papire (SAD), 2011.

Napomena: Potpuna usluga uključuje banke i druge kompanije, rejtinge države i strukturno financiranje. U praksi postoje dva poslovna modela plaćanja naknade, a učestaliji je model plaćanje naknade od strane izdavatelja, što dovodi do problema moralnog hazarda. Naknadu plaća korisnik kod RealPoint LLC, Egan-Jones Rating Company i Kroll Bond Rating Agency. Sve navedene agencije djeluju globalno izuzev Rating and Investment Information, Egan-Jones Rating Company, Japan Credit Rating Agency i Capital Intelligence.

3. EKONOMSKA ULOGA AGENCIJA ZA KREDITNI REJTING

Kreditne rejting agencije procjenjuju kreditnu sposobnost raznih subjekata u gospodarskom sustavu. Agencije za kreditni rejting u praksi najčešće procjenjuju i daju mišljenje o kreditnoj sposobnosti zajmoprimca, odnosno izdavatelja dužničkih vrijednosnih papira. U tom smislu rejting predstavlja mjeru kreditnog rizika i mogućnosti stečaja zajmoprimca¹⁰. Njihov instrumentarij vrednovanja razlikuje se, primjerice, od načina i sustava evaluiranja i vrednovanja bankovnih analitičara, glavnih ekonomista, konzultanata, tržišnih analitičara i drugih osoba koje su zainteresirane za ocjenu poslovanja nekog subjekta. Primjerice, u svrhu ocjene uspješnosti poslovnih banaka najčešće se uzimaju u obzir računovodstvene kategorije, a u novije vrijeme i rizik i alocirani kapital te pokazatelji koji iz tih varijabli proizlaze. Kreditne rejting agencije pri procjeni boniteta banke imaju holistički pristup i koriste sve vrste prudencijalnih pokazatelja (kapital, kvalitetu imovine, likvidnost) koji su integralni dio ukupnog mjerenja poslovanja banke ili neke druge financijske institucije. U ocjeni efikasnosti kreditne rejting agencije stavljanju naglasak i na jednak ponder pokazateljima efikasnosti i strukturi prihoda i troškova. Štoviše, pristup je evaluiranja kreditnih rejting agencija dinamički jer u model vrednovanja uključuju i promjene u strukturi prihoda i troškova, a isto tako pokušavaju uključiti i tržišne pokazatelje u analizu.¹¹

Ulogu agencija za kreditni rejting na financijskom tržištu moguće je promatrati kroz njihove osnovne funkcije. Rejting agencije smanjuju informacijsku asimetriju na tržištu kapitala između investitora i izdavatelja vrijednosnih papira koji traže izvore eksternog financiranja. Detaljna procjena boniteta izdavatelja od strane svakog investitora bila bi troškovno neprihvatljiva, a agencije za kreditni rejting omogućuju investitorima ulazak na tržište kapitala uz smanjenu cijenu kapitala. Na taj način rejting pomaže u rješavanju problema između principala (investitora) i agenta (financijska institucija - mirovinski fondovi, osiguravajuće kuće, razni investicijski fondovi itd.). Investitori određuju maksimalni iznos rizika koji su spremni preuzeti na način da agent (financijska institucija) ima propisan minimalni zahtijevani rejting izdavatelja koji može prihvatiti u svojim investicijskim aktivnostima. Rejting ocjene koriste se i kao instrument regulacije i supervizije na financijskom tržištu. Kreditne rejting agencije imaju visok stupanj efikasnosti koji je moguće dokazati kada se u vezu dovede rejting sa stečajevima poduzeća. Svi subjekti na financijskom tržištu imaju pristup rejtingu bez troškova i visoka kvaliteta rejtinga koji dodjeljuju

¹⁰ Ashcraft, A., Goldsmith-Pinkham, P., Vickery, J., *MBS ratings and the mortgage credit boom*, Federal Reserve Bank of New York, 2009., str. 10.-12. Standard & Poor's i Fitch u procjeni stavljaju težište na mogućnosti subjekta da zadovolji svoje ukupne financijske obveze, dok Moody's promatra i mogućnost stabilizacije poslovanja subjekta nakon ostvarenog gubitka i na taj način u središtu pozornosti nalaze se očekivani gubici.

¹¹ ECB, *Beyond ROE – how to measure bank performance*, 2010., str. 11.

agencije osigurana je zahvaljujući reputacijskom mehanizmu koji je odrednica uspjeha agencija za kreditni rejting. Regulacija koja se temelji na rejtingu može se podijeliti u tri osnovne grupe. Prva grupa regulacije odnosi se na politiku nadgledanja i regulacije pojedinih poduzeća na tržištu, druga se odnosi na regulaciju investicijskih odluka i treća grupa regulatornih instrumenata odnosi se na zadovoljenje kapitalnih zahtjeva¹². Osim navedenoga vrlo je važna funkcija rejtinga standardizacija vrijednosnih papira. Korištenjem rejtinga moguće je uspoređivati vrijednosne papire i izdavatelje koje je u slučaju nepostojanja rejtinga gotovo nemoguće ili otežano uspoređivati. Rejting se prikazuje kombinacijom slova i brojeva, ali i znakova plus i minus koji se nalaze na rejting skali i koji dodatno povećavaju razlike u pojedinim ocjenama rejtinga. Poslovanje agencija za kreditni rejting posjeduje specifičnu karakteristiku, a to znači da ako nastanu štete koje su uzrokovane lošom procjenom agencije za kreditni rejting nije moguće pravno teretiti agenciju, a takva vrsta zaštite ne postoji u ugovorima koje potpisuju izdavatelji i rejting agencije. Prema Moody's Investors Service, rejting ima subjektivan karakter i on je zapravo pogled u budućnost poslovanja izdavatelja. Pojedine industrije, izdavatelji i zemlje imaju jedinstvena obilježja i zbog toga se procjena rejtinga ne može svesti samo na korištenje raznih formula i metodologije koja je isključivo objektivna. Unatoč tome, agencije za kreditni rejting dodjeljuju kredibilitatan rejting da bi postigle dobru reputaciju na tržištu. U vrijeme nastanka agencije za kreditni rejting naplaćivale su naknadu investitorima na način da su investitori kupovali njihove publikacije. Već 70-ih godina prošlog stoljeća dolazi do promjene modela naplate naknade na način da naknadu plaćaju izdavatelji vrijednosnih papira. Naknada koju naplaćuju ovisi o veličini izdanja i njegovoj kompleksnosti. Veća su izdanja kompleksnija za analizu i predstavljaju veći rizik u smislu utjecaja na reputaciju agencije za kreditni rejting¹³. Struktura naknada je različita ovisno o rejting agenciji, ali isto tako i o tvrtki kojoj se rejting dodjeljuje unutar iste agencije. Izdavatelji koji prvi put ocjenjuju svoje izdanje podliježu većoj naknadi zbog toga što je potrebno dodatno vrijeme i trud koji podrazumijeva izrada novog rejtinga¹⁴. Kod naplate naknade od investitora postoji mogućnost sukoba interesa. U većini slučajeva sudionici na tržištu rejtinga smatraju da ne dolazi do sukoba interesa te da su ocjene agencija za kreditni rejting objektivne i da se dodijeljeni rejtnzi ne baziraju na prisili i „inflaciji“ rejtinga. Navedeno se argumentira važnošću reputacije agencija te one nisu sklone ugroziti svoju reputaciju da bi pogodovala nekom izdavatelju. Osim toga agencije koriste mnoge procedure kojima osiguravaju objektivnost i realnost dodijeljenih rejtinga. Iako većinu prihoda agencija za kreditni rejting čine prihodi od dodjele rejtinga, moguće je da rejting

¹² Dittrich, F., *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, doktorska disertacija na Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln, 2007., str. 16.

¹³ Op.cit., str. 19.

¹⁴ Jewell, J., Livingston, M., *A Comparison of Bond Ratings from Moody's S&P and Fitch IBCA*, Financial Markets, Institutions and Instruments br. 4, Blackwell Publishers, New York University Salomon Center, 1999., str. 8.

agencija uvjetuje i korištenje savjetničkih usluga. Navedeni problem se može riješiti na način da se propiše maksimalna veličina prihoda od ostalih usluga u ukupnim prihodima agencija za kreditni rejting¹⁵.

Problematično djelovanje agencija za kreditni rejting te poteškoće pri dodjeli rejtinga ogledaju se putem različitih aktivnosti i odluka koje donose agencije za kreditni rejting. Jedan je od primjera navedenoga poticanje uklanjanja konkurencije i na taj način određene agencije ostvaruju veće profite, a to najčešće uspijevaju pripajanjem uspješnih novih manjih rejting agencija.¹⁶ Navedeni je argument teorijski te u praksi većina subjekata smatra da takvi pritisci agencija za kreditni rejting ne postoje, nisu mogući i dugoročno isplativi, zahvaljujući potrebi rejting agencija za održavanjem dobre reputacije. Postoji i mogućnost rejting agencija da dodjeljuju različite rejtinge za različita izdanja istoga izdavatelja. Situacija u kojoj agencije za kreditni rejting dodjeljuju strukturnim instrumentima niži rejting nastaje iz razloga što iste nisu bile angažirane za dodjelu rejtinga za ocjenu obveznica iz kojih su strukturni instrumenti proizašli. Kreditne su rejting agencije i savjetovale tvrtke o strukturi kapitala što je svojevrsan sukob interesa koji dovodi u pitanje neovisnost dodijeljenog rejtinga. Navedeno je rezultiralo negativnim posljedicama. Prvo, rejtingi su bili previše optimistični kao rezultat kompleksnosti struktura i nepostojanja modela za vrednovanje kolaterala i nastalog instrumenta. Drugo, dodijeljene ocjene strukturnim proizvodima imaju istu ljestvicu kao i obveznice, međutim zbog razlike u strukturi skala ocjena se treba uskladiti, primjerice dodavanjem mjere rizika snižavanja rejtinga. Moguća je i pojava „vezivanja“, odnosno pojava da je kupnja jednog proizvoda uvjetovana kupnjom određenog drugog proizvoda. Agencija za kreditni rejting uvjetuje izdavatelju kupnju i pomoćnih proizvoda da bi mu dodijelili rejting¹⁷. S obzirom na prethodno iznesene specifičnosti poslovanja kreditnih rejting agencija važno je u budućnosti više pozornosti posvećivati metodologijama ocjene rejtinga

¹⁵ Unatoč tome većina sudionika u procesu dodjele rejtinga smatra da je pojava sukoba interesa mala ili je uopće nema. SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association) smatra da je sukob interesa u procesu dodjele rejtinga neizbježan jer većina agencija glavninu svojih prihoda ostvaruje od naknada prikupljenih od izdavatelja. To je posebno izraženo u području instrumenata strukturnog financiranja jer je rast prihoda u zadnje vrijeme povezan uglavnom sa strukturnim instrumentima financiranja. Rejting agencije potiču održavanje veze s tvrtkama, čak i ako to podrazumijeva precjenjivanje strukturnih instrumenata da bi zadržali postojeće klijente¹⁵. Zbog navedenoga metodologiju ocjenjivanja kompleksnih strukturnih instrumenata treba dodatno preispitati te kontinuirano nadzirati.

¹⁶ Europska komisija smatra da na području Europe ne postoje takve aktivnosti, dok u SAD-u Zakon o reformi agencija za kreditni rejting smatra da postoje naznake takvog ponašanja agencija za kreditni rejting. Najbolji su primjer za takvo ponašanje rejting agencija rejtingi koji su dodijeljeni izdavatelju iako ih on nije zatražio. Na taj način rejting agencije koriste samo javno dostupne podatke o izdavatelju te najčešće rezultiraju nižom razinom dodijeljenog rejtinga od one koja je realna. Na taj način zapravo agencije vrše pritisak na izdavatelja, a izdavatelji su svjesni koliko bi velike bile posljedice lošeg rejtinga kod njihovog troška pribavljanja sredstava. Zbog toga izdavatelj angažira i plaća naknadu agenciji za kreditni rejting da bi dobio realniju ocjenu rizika i zadužio se uz niže troškove.

¹⁷ Op.cit, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, str. 110.-114.

koje se moraju usklađivati sa suvremenim promjenama u financijama, novim financijskim i nefinancijskim rizicima, inovacijama i sl., te je nužna razboritija supervizija svih sudionika u postupcima dodjele i primjene rejtinga.

4. METODOLOGIJA DODJELE I SKALIRANJE OCJENA REJTINGA

Ne postoji određena univerzalna formula određivanja rejting ocjene zbog toga što je procjena rizičnosti izdavatelja posao koji, osim objektivne procjene financijskih i ekonomskih pokazatelja koje analitičari imaju na raspolaganju, sadrži i subjektivnu procjenu. Procjena izdavatelja ne odnosi se samo na promatranje i ocjenjivanje raznih financijskih pokazatelja, nego se uzima u obzir i procjena poslovnih temelja poduzeća, pozicija poduzeća na tržištu, menadžment i njegove strategije. Pri donošenju rejtinga nekada u većoj mjeri sudjeluju poslovni, a nekada financijski rizici¹⁸. Metodologija koja se koristi za različite predmete procjene (poduzeća, financijske institucije, dužničke instrumente, državu i državna izdanja duga) mora se kontinuirano usklađivati s promjenama u gospodarstvu, promijenjenim uvjetima poslovanja, novim rizicima, posljedicama krize i sl. Tablica 2. prikazuje standardne simbole kojima se prikazuje rejting. Navedena rejting skala odnosi se na dugoročne korporativne zadužnice, dok se u slučaju druge vrste vrijednosnih papira ili nekih financijskih institucija mogu koristiti drugi simboli ili se postojeći simboli tumače na drugačiji način, ovisno o kojoj se vrsti vrijednosnih papira ili financijskih institucija radi. U slučaju kratkoročnih korporativnih zadužnica koriste se simboli P-1, P-2, P-3 i NP, gdje P označava riječ „prime“ (prvorazredan), a brojke pokazuju visinu na toj rejting skali, dok NP znači „not prime“ (drugorazredan, podređeni, špekulativni), izdavatelj ne može ispuniti svoje kratkoročne financijske obveze te spada u špekulativni razred. Primjerica, P-1 predstavlja rejting od Aaa do A3, a NP predstavlja rejting od Ba1 do C¹⁹.

¹⁸ Standard&Poor's, *Rating Methodology: Evaluating the Issuer*, <http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/methodology.pdf>, str. 17.-27.

¹⁹ Moody's, *Rating Symbols & Definitions*, 2009. <http://v3.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodysRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>, str. 8.

Tablica 2.

Usporedba i opis ocjena rejtinga S&P i Moody's

S&P	Moody's	Opis značenja
AAA AA+	Aaa Aa1	Najviši rejting. Sigurno ispunjenje financijskih obveza.
AA AA- A+	Aa2 Aa3 A1	Vrlo visoka sigurnost ispunjenja financijskih obveza.
A A- BBB+	A2 A3 Baa1	Visoka sigurnost, postoji osjetljivost na nepovoljne ekonomske uvjete.
BBB	Baa2	Sigurnost ispunjenja obveza, postoji osjetljivost na nepovoljne ekonomske uvjete.
BBB-	Baa3	Smatra se najnižom razinom investicijskog razreda.
BB+	Ba1	Smatra se najvišom razinom špekulativnog razreda.
BB BB- B+	Ba2 Ba3 B1	Mala osjetljivost u kratkom roku, neizvjesnost u budućnosti.
B B- CCC-	B2 B3	Veća osjetljivost tijekom loših ekonomskih uvjeta.
CCC CCC-	Caa	Trenutna osjetljivost, ovisnost o povoljnim ekonomskim uvjetima.
CC	Ca	Visoka osjetljivost.
C	C	Visoka osjetljivost, mala vjerojatnost ispunjenja obveza.
D		Nemogućnost ispunjenja financijskih obveza.

Izvor: Moody's, *Rating Symbols & Definitions*, 2009., str. 8.S&P. Dostupno na <http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us>,

Agencije za kreditni rejting kao rezultat procjene dobivaju alfanumeričke simbole prikazujući na taj način rizičnost izdavatelja vrijednosnih papira, a kreditni rejtinzi koji nastaju kao rezultat procjene rejting agencije

razlikuju se s obzirom na rizičnost i kvalitetu na investicijski ili podinvesticijski stupanj. Tijekom godina razvojem financijskog tržišta uz standardne simbole dodane su i oznake plus i minus da bi se napravila što detaljnija gradacija izdavatelja na tržištu. Tako je, primjerice, moguće usporediti simbole koje koristi S&P s onima koje koristi Moody's.

Kod čimbenika **makroekonomije i rasta** Fitch ocjenjuje BDP i BDP po stanovniku, konzistentnost monetarne i fiskalne politike, održivost dugoročnog duga, konkurentnost gospodarstva i potražnju za lokalnom valutom. Moody's evaluira BDP po stanovniku, ekonomiju obujma i integriranost u ekonomske i trgovinske zone, a Standards & Poor's stopu ekonomskog rasta, raspon i efikasnost instrumenata monetarne politike, veličinu i strukturu štednje i investicija, novčanu i kreditnu ekspanziju, ponašanje cijena u ekonomskim ciklusima. Čimbenik **javne financije** Fitch ocjenjuje kroz financijsku imovinu i državu, stranu neto poziciju imovine, omjer prihoda i BDP-a, srednjoročnu dinamiku javnog duga, kredibilitet okvira fiskalne politike i institucija i financijsku fleksibilnost. Moody's ocjenjuje javne financije kroz sposobnost države da poveća poreze, reže troškove, prodaje imovinu ili ostvari devize (primjerice iz službenih rezervi), a S&P's kroz stavku prihoda i troškova opće države, trendove suficita/deficita, kompatibilnost fiskalne pozicije s monetarnim i eksternim faktorima, fleksibilnost i efikasnost rasta prihoda i troškova, veličinu i zdravlje nefinancijskih poduzeća javnog sektora. **Dug** Fitch procjenjuje kroz veličinu i stopu rasta javnog duga, strukturu državnog duga (dospijee, kamatne stope i valuta), dospijee i strukturu valute stranih obveza i imovine, distribuciju stranih obveza i imovine po sektorima. Moody's ocjenjuje razinu duga, otplate kamata i prihode, strukturu državnog duga, dinamiku duga i financijsku dubinu, a S&P kroz bruto i neto dug opće države, bruto i neto vanjski dug, udjel prihoda namijenjen kamatama, profil dospijee i strukturu valuta, dug i lokalna tržišta kapitala. Financijski je sektor čimbenik kod kojeg se analizira sljedeće: Fitch analizira pokazatelje makroprudencijalnog rizika, kvalitetu bankovnog sektora i supervizije, kontingentne obveze bankovnog sektora i strano vlasništvo bankovnog sektora, Moody's snagu financijskog sektora i kontingentne obveze financijskog sektora, a S&P efikasnost financijskog sektora. **Vanjske financije** Fitch promatra kroz kapitalne tokove, volju nerezidenata da podižu kredite i kupuju domaću imovinu, udjel tekućeg outputa u pokriću vanjskog duga i adekvatnost rezervi. Moody's evaluira dinamiku bilance plaćanja, devizne rezerve, pristup deviznom tržištu, a S&P kroz utjecaj monetarne i fiskalne politike na vanjske račune strukturu tekućeg računa, strukturu kapitalnih tokova i adekvatnost rezervi. Devizni tečaj se ocjenjuje kroz sljedeće varijable: režim deviznog tečaja, indeksacije i dolarizacije, kompatibilnost režima deviznog tečaja i ciljeva monetarne politike i sl.

Izvor: Prema Fitch 2010., Mody's 2008., Standard&Poor's 2008. i IMF 2010.

Prikaz 3. Sumirane ključne varijable ocjene rejtinga zemlje S&P's, Moody's i Fitch

Za dodjelu kreditnog rejtinga zemljama analiziraju se pokazatelji kao što je dohodak po glavi stanovnika. Što je veći dohodak po glavi stanovnika, veća je porezna baza i vjerojatnije je da će zemlja biti u mogućnosti izvršavati svoje obveze. Kada zemlja premaši određeni iznos dohotka po stanovniku, smatra se da je veća mogućnost urednog servisiranja njenih obveza. Rast BDP-a ukazuje na to

da će otplata dugova postajati sve jednostavnija za zemlju što je veći rast. Inflacija kao jedan od pokazatelja ukazuje na strukturne probleme u vladinoj politici, tj. da ne postoji mogućnost ili volja za bolji oblik financiranja nego izdavanjem novca i stvaranjem inflacije. Stanje bilance plaćanja također je vrlo važan kriterij pri procjeni rizičnosti zemlje. Postojanje velikog deficita ukazuje na probleme i nemogućnost države da pribavi potrebna financijska sredstva. Osim navedenih pokazatelja u obzir se uzimaju i povijesni podatci. Zemlja koja je u prošlosti imala problema s izvršavanjem svojih obveza ima znatno veći rizik i niži rejting za razliku od zemalja koje nisu imale probleme takve prirode²⁰.

Svi promatrani pokazatelji nisu isključivo ekonomski. Promatra se rast populacije, struktura stanovništva prema starosti, produktivnost različitih sektora u ekonomiji, efikasnost obrazovnog sustava i njegova kvaliteta, kvaliteta državne administracije itd. Analizira se trgovina zemlje, pokazatelji konkurentnosti, geografska diverzificiranost tržišta, udjel na tržištu itd.²¹ Prikaz 3. daje pregled varijabli koje tri najveće agencije za kreditni rejting, S&P's, Moody's i Fitch, ocjenjuju pri određivanju rejtinga zemlje: makroekonomske pokazatelje i rast, javne financije, dug, financijski sektor, vanjske financije, devizni tečaj, političke prilike, strukturalni i institucionalni položaj i ostale čimbenike. Standard & Poor's pri procjeni kvalitete izdavatelja koristi metodologiju koja dijeli korištene podatke za procjenu u kategorije poslovnog i financijskog rizika. Svaka od kategorija ocjenjuje se prema izabranim kriterijima te u sebi sadrži određene podkategorije kao što su, primjerice, kvaliteta menadžmenta, profitabilnost, financijska fleksibilnost i sl. Kod procjene poslovnih rizika uzima se u obzir i rizik države, iako je on samo jedan od faktora te nije moguće poistovjetiti rizičnost države s promatranim privatnim sektorom. Pri procjeni poduzeća ocjenjuje se koji faktori rizičnosti države utječu na poslovanje poduzeća i njegov rizik. Primjerice, čimbenici su poslovnog rizika pri ocjeni izdavatelja karakteristike industrije kojoj izdavatelj pripada, kvaliteta menadžmenta i tržišna pozicija izdavatelja, pri čemu se ocjenjuje marketing, tehnologija, efikasnost, regulacija i sl. Čimbenici financijskog rizika su: financijske karakteristike, financijska politika, profitabilnost, struktura kapitala, tijek novca, financijska fleksibilnost i sl.²² Agencije za kreditni rejting imaju različite politike u vezi procjene rejtinga te tako neke dodjeljuju rejting samo ako je on zatražen od strane izdavatelja, dok druge dodjeljuju rejting i kad nisu zatražene.²³ Ipak, u većini slučajeva izdavatelji sami zatraže procjenu rizičnosti i dodjelu rejtinga jer je dobar rejting dodijeljen od strane poznate međunarodne agencije za kreditni rejting preduvjet za izlazak na međunarodno financijsko tržište. Nakon što je

²⁰ Cantor R., Packer F., 1996., „Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings“, FRBNY Economic Policy review, Federal Reserve Bank of New York, str. 39.-40.

²¹ Fitch Ratings, *Fitch Sovereign Ratings: Rating Methodology*, www.fitchratings.com.bo/UpLoad/methodology.pdf, New York, 2002., str. 4.-8.

²² S&P, *Rating Methodology: Evaluating the Issuer*, <http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/methodology.pdf>, str.17.

²³ Op.cit., Cantor, R., Packer, F., *The credit rating industry*, str. 3.

zatražena dodjela rejtinga agencija nadzire klijenta (izdavatelja) nekoliko godina te vrši promjene rejtinga u slučaju da se financijska pozicija klijenta značajnije promijeni. Osim dostupnih dokumenata i standardnih procedura pri procjeni, na ocjenu rejtinga utječe i rezultat razgovora s menadžmentom izdavatelja i rezultirajuća subjektivna procjena analitičara agencija za kreditni rejting²⁴.

Tablica 3.

Rejting dugoročnog zaduživanja u stranoj valuti članica (1-27) i zemalja kandidata za članstvo (1-5) u EU, 17. siječnja 2011.

Zemlja	Fitch Ratings	Moody's	Standards & Poor's
1. Belgija*	AA+	Aa1	AA+
2. Francuska*	AAA	Aaa	AAA
3. Italija*	AA-	Aa2	A+
4. Luksemburg*	AAA	Aaa	AAA
5. Nizozemska*	AAA	Aaa	AAA
6. Njemačka*	AAA	Aaa	AAA
7. Danska	AAA	Aaa	AAA
8. Irska*	BBB+	Baa1	A
9. V. Britanija	AAA	Aaa	AAA
10. Grčka*	BB+	Ba1	BB+
11. Portugal*	A+	A1	A-
12. Španjolska*	AA+	Aa1	AA
13. Austrija*	AAA	Aaa	AAA
14. Finska*	AAA	Aaa	AAA
15. Švedska	AAA	Aaa	AAA
17. Češka	A+	A1	A
18. Cipar*	AA-	Aa3	A
19. Estonija*	A	A1	A
20. Letonija	BB+	Baa3	BB+
21. Litva	BBB	Baa1	BBB
22. Mađarska	BBB-	Baa3	BBB-
23. Malta*	A+	A1	A
24. Poljska	A-	A2	A-
25. Slovačka*	A+	A1	A+
26. Slovenija*	AA	Aa2	AA
27. Bugarska	BBB-	Baa3	BBB

²⁴ Op.cit., Kuhner, C., *Financial rating agencies: Are they credible? – Insights into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risk*, str. 2.–26.

28.	Rumunjska	BB+	Baa3	BB+
29.	Turska	BB+	Ba2	BB
30.	Hrvatska	BBB-	Baa3	BBB-
31.	Makedonija	BB+	-	BB
32.	Island	BB+	Baa3	BBB-
33.	Crna Gora	-	Ba3	BB

Izvor: Hrvatska narodna banka, službeni podatci 2011.

Napomena: Belgija, Francuska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Njemačka i Danska postale su članice Unije 1951. godine, Irska i Velika Britanija 1973., Grčka 1981., Portugal i Španjolska 1986., Austrija, Finska i Švedska 1995., Češka, Cipar, Estonija, Letonija, Litva, Mađarska, Malta, Poljska, Slovačka i Slovenija 2004., Bugarska i Rumunjska 2007. godine. Turska je postala kandidatkinja 1999., Hrvatska 2004., Makedonija i Island 2005. i Crna Gora 2010. godine.

*Zemlje eurozone

5. REGULACIJA I SUPERVIZIJA POSLOVANJA AGENCIJA KREDITNOG REJTINGA

Rejting agencije značajni su sudionici financijskog sustava i u cilju osiguranja njegove stabilnosti postoji potreba i za razboritom regulacijom i nadzorom poslovanja agencija za kreditni rejting. Poglavitom se potreba za strožom i preciznijom regulacijom i supervizijom kreditnih rejting agencija javila zbog njihove izravne i neizravne uključenosti u razvoj financijske krize. U SAD-u kreditne rejting agencije od 90-tih godina prošlog stoljeća, osim rejtinga konvencionalnim financijskim instrumentima, dodjeljuju rejtinge i novonastalim strukturnim financijskim proizvodima nastalim najčešće sekuritizacijom potraživanja ili već postojećih sekuritizacijskih instrumenata²⁵. Zbog kompleksnosti novonastalih struktura, nepoznavanja značajki novih proizvoda, nepostojanja povijesnih podataka za analize, postavljanje modela i sl., posljedični primijenjeni modeli ocjene rejtinga nisu procjenjivali visoku stopu neplaćanja hipotekarnih vrijednosnica na tržištu SAD-a, nisu osigurali odgovarajuće mehanizme likvidnosne potpore za sekuritizacijske transakcije, a u većini

²⁵ U prosincu 2008. godine strukturni financijski instrumenti činili su 35% tržišta zadužnica u SAD-u, a veliki dio tih instrumenata imao je dodijeljen rejting od strane nekih od najvećih rejting agencija na svijetu. Više od polovice tih instrumenata posjedovalo je AAA rejting koji im je dodijelio Moody's, a kasnije je gotovo trećina instrumenata kojima je snižen rejting bila upravo iz grupe instrumenata s najvišim dodijeljenim rejtingom. Sniženi rejting tijekom 2007. i 2008. godine u slučaju strukturnih instrumenata financiranja čak u 64% slučajeva odnosio na instrumente financijskog tržišta povezane s hipotekarnim kreditima.

slučajeva dodijeljeni rejtinzi nisu uopće bili aktualni²⁶. Dodjeljivanje rejtinga strukturnim instrumentima financiranja uzrokuje i problem plaćanja naknade od strane izdavatelja vrijednosnog papira, nedovoljno znanje i dubinu istraživanja od strane rejting agencija i sl. Agencije za kreditni rejting kao objektivne okolnosti ovakvih ishoda u svoju obranu od izravne uključenosti u razvoj krize navode velike i neočekivane šokove na tržištu i značajan pad cijena stambenih objekata, što je rezultiralo krivom procjenom rejting agencija.²⁷ Financial Stability Forum u travnju 2008. objavio je izvještaj prema kojem su glavne slabosti kreditnih rejting agencija: slabosti u modelima rejtinga i metodologijama, neadekvatan due diligence u nadzoru kvalitete skupova kolaterala za rangirane vrijednosnice, nedovoljna transparentnost u ocjenama, kriterijima i metodologijama koje su se koristile u rangiranju strukturnih proizvoda, nedovoljna jasnoća značenja rejtinga i karakteristika rizika strukturnih proizvoda i nedovoljna pozornost na konflikte interesa u procesu rangiranja.²⁸ Kritičari ističu i poslovni model kreditnih rejting agencija kod kojeg su oni ujedno savjetnici izdavatelja i financijskog posrednika u fazi kad je transakcija strukturirana, kao i praksu da naknade plaćaju direktno izdavatelji ili originatori sekuritizirane transakcije. Takozvano „kupovanje“ rejtinga od strane izdavatelja pri čemu traže dodjelu rejtinga od agencije koja ima fleksibilnije uvjete i pravila i na taj način dodjeljuje rejting višeg ranga²⁹. Unatoč svim mehanizmima i mjerama regulacije agencija za dodjelu kreditnog rejtinga smatra se da se najbolji regulatorni učinak postiže reputacijskim mehanizmom i konkurencijom na tržištu kreditnog rejtinga. Reputacijski kapital odrednica je uspjeha agencija za kreditni rejting te one agencije koje ga posjeduju dobro posluju. Subjekti koji su uključeni u investicijske aktivnosti bit će spremni koristiti rejting samo ako je korist od njegova korištenja veća od koristi koja bi se postigla ako bi subjekt samostalno istraživao izdavatelja vrijednosnog papira. Ako se utvrdi da su rejtinzi koje agencija dodjeljuje loše kvalitete, tj. netočni, izgubit će se reputacijski kapital i pojavit će se potreba za pojavom novih konkurenata na tržištu. I same agencije za kreditni rejting svjesne su važnosti reputacijskog kapitala te to u javnosti naglašavaju.

Uređenje regulatornog okvira poslovanja kreditnih rejting agencija započelo je 70-tih godina prošlog stoljeća, a intenziviralo se nakon 2003. godine

²⁶ Benmelech, E., Dlugosz, J., *The Credit Rating Crisis*, NBER Working Paper No. 15045, Cambridge, 2009., str. 1.

²⁷ Op.cit., Ashcraft, A., Goldsmith-Pinkham, P., Vickery, *MBS ratings and the mortgage credit boom*, str. 1.-2.

²⁸ ECB, Monthly Bulletin, 2009., str. 109.

²⁹ Op.cit. *The Credit Rating Crisis*, str. 16.-22. Benmelech i Dlugosz (2009.) u svom su istraživanju koje su provodili na strukturnim instrumentima s dodijeljenim rejtingom AAA utvrdili da su tranše kojima je rejting dodijeljen od strane dvije ili tri agencije u manjem broju slučajeva bile stavljene u nižu kategoriju rejtinga. Kada su usporedili rejting koji je dodijelila jedna ili koji su dodijelile dvije agencije zaključili su da je 13,8% veća vjerojatnost da će instrument ocijenjen od strane jedne agencije za kreditni rejting imati snižen rejting te da ta vjerojatnost opada s brojem agencija. Osim toga postoji i problem korištenja nedovoljno dobrih modela za procjenu rizičnosti kod strukturnih instrumenata, ali i smanjenja kvalitete kod dodjele rejtinga s povećanjem konkurencije.

uslijed nekoliko korporativnih skandala za koje se okrivljene rejting agencije, a naročito se potaknulo međunarodno usklađivanje principa, standarda i propisa i suradnja nadzornika od 2008. godine do danas. Gotovo svi pokušaji usklađivanja i donošenja međunarodnih i regionalnih propisa imaju namjeru povećati konkurenciju i transparentnost poslovanja te smanjiti sukob interesa.

Ozbiljnije razmatranje nužnosti regulatornih promjena započelo je 2003. godine jer su u to vrijeme agencije okrivljene da nisu anticipirale korporativna propadanja, što je rezultiralo brojnim regulatornim inicijativama. Međunarodna organizacija komisija za vrijednosnice³⁰ izdala je u prosincu 2004. godine, a revidirala 2008. godine dokument Kodeks poslovanja kreditnih rejting agencija³¹ koji sadrži pravila i principe poslovanja rejting agencija.³² Na međunarodnoj razini u svibnju 2008. Međunarodna organizacija komisija za vrijednosnice revidirala je kodeks s namjerom ojačanja vodiča kvalitete i integriteta rejtinga, kao i za neovisnost kreditnih rejting agencija i izbjegavanje konflikta interesa. U SAD-u 1975. godine Komisija za vrijednosne papire³³ započinje s regulacijom i nadzorom agencija za kreditni rejting i uvodi pojam priznatih vanjskih institucija za procjenu kreditnog rejtinga³⁴ koje služe kao regulatori financijskog tržišta jer svojim rejtingima utječu na izbor investicija financijske institucije. 2006. godine u američkom Kongresu izglasan je Zakon o reformi agencija za kreditni rejting³⁵ koji je omogućio Komisiji za vrijednosne papire da od svih ovlaštenih rejting agencija zahtijeva da udovolje određenim zahtjevima, kao što su obvezno registriranje kod komisije koja je zadužena za financijsko izvještavanje i pravila supervizije registriranih agencija, javna objava informacija vezanih uz metodologiju dodjele kreditnog rejtinga, određena izvješća, a to uključuje i nadzor nad aktivnostima koje one provode itd.³⁶ Spomenuta regulacija na snazi je u SAD-u od lipnja 2007. godine nakon čega su kreditne rejting agencije obvezne javno objavljivati svoje aktivnosti, dostavljati financijska izvješća Komisiji, objavljivati i upravljati konfliktom interesa i sl. U SAD-u je Komisija ojačala regulatorni okvir usmjeravajući se na područja ojačavanja i sprječavanja konflikta interesa, povećanja transparentnosti i osiguravanja regulatornog okvira djelovanja financijskog tržišta bez ekskluzivnog i isključivog oslanjanja na rejtinge.

³⁰ IOSCO - International Organization of Securities Commissions.

³¹ CRA Code of Conduct.

³² U osnovi code sadržava tri glavna dijela: kvaliteta i integritet procesa rejtinga, neovisnost i izbjegavanje konflikta interesa i odgovornost prema javnim ulagateljima i izdavateljima. Izdani dokument rezultat je Izvješća o principima za regulatore, kreditne rejting agencije i ostale sudionike iz rujna 2003. koji je regulirao aktivnosti agencija za kreditni rejting.

³³ Securities and Exchange Commission.

³⁴ NRSRO - Nationally Recognized Statistical Rating Organization.

³⁵ Credit Rating Agency Reform Act.

³⁶ Katz, J., Salinas, E., Stephanou, C., *Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions*, The World Bank Group, Financial and Private Sector Development Vice Presidency, Washington, 2009., str. 2.-5.

Europska središnja banka na području Europske unije donosi razne odluke vezane uz regulaciju poslovanja agencija za kreditni rejting. Europska središnja banka navodi da je potrebno izbjegavati nepotrebno dupliciranje procedura koje se javljaju kod regulacije rejtinga agencija, korištenje njihovih usluga pri financijskoj regulaciji te veću uključenost Europske središnje banke u njihovu regulaciju. U Europi postoje priznate agencije za kreditni rejting, a isti regulatorni okvir implementirala je i Republika Hrvatska u sklopu prilagodbe pravnoj stečevini Unije³⁷. U Europi je Europska komisija nakon javne rasprave prihvatila legislativni prijedlog za regulaciju 12. studenoga 2008. Posljedično regulacija poslovanja kreditnih rejting agencija u Europi bazira se na kombinaciji međunarodnih principa koji omogućavaju „samoregulaciju“ i direktiva o financijskim uslugama. Na tragu rezolucije Europskog parlamenta iz veljače 2004. godine koja je nadopunjena savjetima Odbora europskih regulatora za vrijednosnice³⁸ 2006. godine okončano je donošenje regulatornog okvira kreditnih rejting agencija kroz postojeće direktive o financijskim uslugama. Za usklađenost djelovanja kreditnih rejting agencija s navedenim standardima te za godišnje izvješćavanje zadužen je Odbor regulatora za vrijednosnice. Pojedinačne su smjernice koje se odnose na djelovanje kreditnih rejting agencija direktiva o zloupotrebi tržišta³⁹, kapitalnim zahtjevima⁴⁰ i tržišnim i financijskim instrumentima⁴¹. Direktiva o zloupotrebi tržišta regulira insidersko trgovanje i tržišnu manipulaciju i usmjerena je na fer prezentaciju investicijskih preporuka i objavljivanje konflikta interesa. Primjerice, s namjerom smanjenja zloupotrebe tržišta kreditni rejting ne sadržavaju preporuku, već se odnose na mišljenja o kreditnoj sposobnosti pojedinačnog izdavatelja ili financijskog instrumenta. Međutim, kreditne rejting agencije moraju usvojiti interne politike i procedure koje će potvrditi da su kreditni rejtingi koje one publiciraju fer prezentirani. Direktiva o kapitalnim zahtjevima osigurava primjenu procjena kreditnog rejtinga u određivanju pondera izloženosti rizicima (i rezultirajućih kapitalnih zahtjeva) kreditnih ili investicijskih tvrtki. Direktiva sadrži brojne zahtjeve koje vanjske institucije za ocjenu rejtinga moraju zadovoljiti da bi dobile odobrenje supervizora. Direktiva o tržišnim i financijskim instrumentima sadrži odredbe o poslovanju i organizacijskim zahtjevima kreditnih rejting agencija koje, kao i ostali, pružaju investicijske usluge na profesionalnoj bazi. Supervizija kreditnih rejting agencija u Europskoj uniji provodi se izravno preko Eurosustava jer je Eurosustav izravno vezan uz djelovanje kreditnih rejting agencija preko operacija monetarne politike i operacija upravljanja imovinom. Prema statutu Europskog sustava središnjih banaka, Europska središnja banka i nacionalne središnje banke mogu imati kreditne operacije s kreditnim institucijama i drugim tržišnim

³⁷ ECAI - External Credit Assessment Institution. VIPKR - Priznate vanjske institucije za procjenu kreditnog rejtinga.

³⁸ CESR - Committee of European Securities Regulators.

³⁹ MAD - Market Abuse Directive.

⁴⁰ CRD - Capital Requirements Directive.

⁴¹ MiFID - Markets in Financial Instruments Directive.

sudionicima ukoliko je kreditiranje bazirano na adekvatnom kolateralu. Prema navedenom, da bi se imovina koristila kao kolateral u operacijama monetarne politike, mora zadovoljiti visoke kreditne standarde, pri čemu Eurosustav koristi različite izvore informacija, uključujući priznate registrirane kreditne rejting agencije.

U jeku financijske krize pojavila se i potreba za reregulacijom poslovanja agencija za kreditni rejting u području strukturnih financijskih instrumenata. Regulatorna tijela, s druge strane, zahtijevaju od rejting agencija provođenje mjera za uklanjanje nedostataka pri donošenju ocjene o rizicnosti izdavatelja.⁴² Razna nacionalna, ali i međunarodna tijela, donosila su mnoge prijedloge vezane uz reregulaciju rejting agencija.⁴³ Osnovni su ciljevi reregulacije uklanjanje sukoba interesa u poslovanju agencija i veća transparentnost⁴⁴, a Odbor europskih regulatora vrijednosnica treba biti zadužen za dodjeljivanje licenci na godišnjoj bazi agencijama čiji se rejting koristi u regulatorne svrhe, nadgledanje rejting agencija, smanjenje upotrebe rejtinga u nekim vrstama regulacije itd.⁴⁵

Kao rezultat financijske krize došlo je do revizije međunarodnih standarda i propisa koji su osnova za poslovanje agencija za kreditni rejting. Da bi se zaštitila kvaliteta procesa dodjele rejtinga potrebno je zabraniti agencijama za kreditni rejting davanje preporuka vezanih uz karakteristike strukturnih instrumenata kojima će dodjeljivati rejting, periodično provjeravati metodologije kojima se koriste rejting agencije, osigurati objektivnost pri procjeni, osigurati da analitičari koji se bave dodjelom rejtinga imaju potrebna znanja i iskustva itd. Osim toga agencije trebaju javno objaviti metodologije koje koriste pri procjeni rizika kako bi investitori shvatili osnovu dodjeljivanja rejtinga i sam rejting te različito prikazivati rejtinge strukturnih instrumenata i ostalih instrumenata na tržištu. Kao posljedica krize prihvaćene su određene promjene vezane uz djelovanje priznatih rejting agencija u SAD-u s namjerom povećanja transparentnosti i smanjenja sukoba interesa⁴⁶. Zbog specifične oligopolske strukture tržišta kreditnog rejtinga, snažne tržišne moći najvećih agencija za kreditni rejting te sve značajnijeg sudjelovanja u aktivnostima kreditnih institucija

⁴² Utzig, S., *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*, ADBI Working Paper Series, Tokyo, 2010., str. 9.-10.

⁴³ Temelji regulacije postavljeni su tijekom polugodišnjih okupljanja predstavnika dvadeset vodećih gospodarstava svijeta. 2008. godine u Njemačkoj je Odbor za izdavanje vrijednosnih papira (Issuing Committee) predložio neke mjere kao što su: poslovanje rejting agencija treba kontinuirano nadgledati regulator, potrebno je poticati dodjeljivanje nezatraženih rejtinga, nužno je prilagođavanje metodologija koje rejting agencije koriste u svom poslovanju, smanjiti ili ukinuti korištenje rejtinga u javnoj regulaciji itd. De Larosièere grupa 2009. godine ističe da je potrebna efikasna regulacija agencija za kreditni rejting kako bi se dodjeljivali kvalitetni, objektivni i neovisni rejtingi.

⁴⁴ Sy A., *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, IMF Working Paper, 2009., str. 25.

⁴⁵ Op.cit. str. 10.-11.

⁴⁶ Op.cit. str. 12.-13.

i investicijskih društava regulatori su dužni radi povećanja financijske stabilnosti pozornije nadzirati njihove ukupne djelatnosti⁴⁷.

6. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Do sredine 20. stoljeća agencije za kreditni rejting zauzele su svoje značajno mjesto u financijskim sustavima, a posebno na teritoriju SAD-a. U današnje vrijeme predstavljaju važne sudionike na financijskim tržištima diljem svijeta, a njihova će se uloga i značenje povećavati u budućnosti i u bankocentričnim financijskim sustavima gdje je još uvijek financiranje putem kredita i kreditnih instrumenata najzastupljeniji oblik izvora financiranja novčano deficitarnih subjekata financijskog tržišta. Postoji općeprihvaćeno i rašireno mišljenje da su kroz zloupotrebu svog položaja kreditne rejting agencije odigrale ključnu ulogu u materijalizaciji krize drugorazrednih kredita od 2007. godine zbog toga što su bile blagonaklone u davanju visokih AAA ocjena rejtinga vrijednosnicama koje su nastale na temelju drugorazrednih kredita. Rejting agencije moraju zadovoljavati kriterije kredibiliteta, neovisnosti, objektivnosti i transparentnosti koje Basel II zahtijeva. Hawkins i Turner (2000.) složili su se da rejting agencije više promatraju prošlost, nego što gledaju budućnost te da slijede trendove, a ne anticipiraju ih (Rodriguez 2002.).⁴⁸ U nastavku su izneseni osnovni nalazi i preporuke rada u cilju transparentnijeg poslovanja rejting agencija u budućnosti, veće zaštite investitora, povećanja stabilnosti financijskog sustava i sl.

a) Reputacija agencija i sloboda tržišnog natjecanja

Temeljna je uloga agencija kreditnog rejtinga uklanjanje problema asimetričnih informacija između izdavatelja vrijednosnih papira kojima dodjeljuju rejting te investitora koji imaju namjeru uložiti u te vrijednosne papire. Investitori se oslanjaju na rejtinge agencija s reputacijom jer agencije za kreditni rejting zbog ekonomije obujma ostvaruju manji trošak nego što bi bio trošak svakog pojedinog investitora. Većina subjekata uključenih u poslove vezane uz investiranje i korištenje usluga agencija za kreditni rejting smatra da su rejtinzi dodijeljeni od strane agencija u većini slučajeva objektivni te da ne postoje prisile od strane agencija za dodjelu kreditnog rejtinga. Razlog je postojanja takve objektivnosti reputacijski mehanizam koji rejting agencijama omogućava da posluju i ostvaruju prihode te je odrednica njihova uspjeha⁴⁹. Bez obzira na važnost reputacije i goodwilla kreditnih rejting agencija potrebno je omogućiti

⁴⁷ Op.cit., Dittrich, F., *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, str. 98.

⁴⁸ Primjerice, rejting agencije nisu snizile rejting azijskim zemljama prije krize, a snižavanje rejtinga tijekom krize dovelo je do još gorih posljedica.

⁴⁹ SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>, 2003., str. 26.

slobodu tržišnog natjecanja i ulazak na tržište drugih „igrača“ koji će povećati konkurenciju, djelovati snagom tržišta na sniženje cijena i u cilju zaštite potrošača, odnosno investitora na financijskom tržištu, omogućiti transparentno poslovanje, objektivne procjene i neovisnost u poslovanju. Tržišni mehanizmi i sloboda tržišnog natjecanja omogućit će efikasnije funkcioniranje financijskog sustava na dobrobit svih korisnika financijskih usluga. Osim standardnih tijela koja vrše nadzor institucija financijskog tržišta, pa tako i agencija za kreditni rejting, glavni je mehanizam regulacije i jamstva kvalitete dodijeljenih rejtinga reputacijski kapital. Stoga valja i u budućnosti voditi računa o reputaciji agencija, no potrebno je omogućiti i drugim sudionicima na tržištu rejtinga slobodu tržišnog natjecanja i regulatornim i nadzornim mehanizmima utjecati na smanjenje koncentracije na tržištu rejtinga. Značajniju ulogu u nadzoru treba omogućiti supervizorskim tijelima koja će nadzirati i slobodu tržišnog natjecanja u industriji, a s istom namjerom povećanja konkurencije na tržištu rejting agencije bi trebale javno kontinuirano objavljivati lako razumljive i usporedive povijesne podatke da bi njihovo ukupno poslovanje postalo transparentnije.

b) Uloga agencija u regulaciji i superviziji

Zahvaljujući regulaciji financijskih institucija i njihova poslovanja, u razvijenim zemljama postoje vanjske i međunarodno priznate agencije za dodjelu kreditnog rejtinga čiji se rejtinzi koriste u regulaciji. Primjena rejtinga vrlo je široka, a osim procjene rizičnosti poduzeća agencije za kreditni rejting vrše i procjenu rizičnosti zemalja. Sve procjene vrše se pomoću javno objavljene metodologije procjene koja se temelji na nizu čimbenika koji se uzimaju u obzir i služe procjeni poslovnih i financijskih rizika poduzeća. Neki autori smatraju ironičnim da regulatori koji su odgovorni za implementaciju Basela II značajno ovise o rejtingu rejting agencija opisujući njihovo djelovanje kao oligopolsku nereguliranu industriju. Basel II povjerio je agencijama za kreditni rejting supervizorsko priznavanje, oslobađajući im ruke i na taj način dajući njihov doprinos krizi. Nadovezujući se na prethodno izneseno, a s obzirom na značajnu ulogu agencija, potrebno je i u budućnosti povećati značenje nadzora i kontrole djelovanja predmetnih institucija te njihovih primijenjenih metodologija. Uloga koja je dodijeljena agencijama za kreditni rejting značajna je i nužno je ovlastiti institucije i donijeti stroža pravila njihova poslovanja. U cilju navedenog nužno je dodatno educirati i specijalizirati supervizore koji će, između ostalog, provoditi i superviziju korištenih metodologija i dodijeljenih rejtinga u regulatorne svrhe. Isto tako, nužna je dodatna edukacija radnika rejting agencija koji kreiraju modele i usklađivanje korištene metodologije s novonastalim okolnostima i novim rizicima u financijsko-servisnoj industriji.

c) Model plaćanja usluga rejting agencija

Najčešće spominjane poteškoće i probleme koji su vezani uz poslovanje agencija za kreditni rejting i dodjelu kreditnog rejtinga moguće je sažeti u pojam sukoba interesa koji je u izravnoj vezi s agencijskim problemom, pri čemu se naknada od strane agencija za kreditni rejting naplaćuje izdavateljima

vrijednosnih papira. Problem koji se javlja posebno kod sekuritizacijskih instrumenata naziva se „kupnja“ rejtinga⁵⁰, a odnosi se na ponašanje izdavatelja vrijednosnog papira gdje on izabire agenciju za koju smatra da ima najmanje zahtjevne kriterije dodjele rejtinga za njegove vrijednosne papire. Na taj način dolazi do smanjene kvalitete dodijeljenih rejtinga koje koristi široki krug investitora⁵¹. Moosa (2009.) predlaže da se investitori više uključe u plaćanje naknada rejting agencijama, primjerice preko pretplate. Goldstein (2009.) predlaže da se konflikt interesa može smanjiti odvajanjem savjetničke i rejting funkcije rejting agencija kako se to riješilo i u industriji računovodstva nakon propasti Enrona.⁵² Problematika plaćanja usluga dodjele rejtinga treba se dodatno preispitati i trebaju se razmotriti druge mogućnosti nositelja troška rejtinga s osnovnom svrhom eliminacije problema „kupovanja“ rejtinga. Model plaćanja mogao bi se urediti regulacijom, primjerice ograničenjem broja dodijeljenih rejtinga od strane jednog izdavatelja, uvođenjem plaćanja pretplata od strane korisnika usluge, ograničenjem broja godina pružanja usluga, onemogućavanjem istovremenog pružanja konzultantskih usluga i sl.

d) Nadgradnja i reforma regulatornog okvira poslovanja rejting agencija

Nadovezujući se na kritike uloge i poslovnog modela agencija za kreditni rejting u kreiranju preduvjeta za razvoj financijske krize, razna međunarodna i nacionalna tijela već dulji niz godina raspravljaju o potrebi reforme regulatornog okvira kreditnih rejting agencija. Budući da agencije kreditnog rejtinga djeluju međunarodno, neophodna je i međunarodna suradnja regulatornih tijela oko konzistentnosti i standarda poslovanja. Glavni su pokretači promjena u regulaciji Međunarodna organizacija komisija za vrijednosnice, Komisija za vrijednosne papire u SAD-u, Europska komisija u Europskoj uniji s osnovnim ciljem povećanja transparentnosti i rješavanja problema konflikta interesa. Europska komisija izgradila je model prema kojem je propisana registracija i vanjski supervizorski režim poslovanja kreditnih rejting agencija u Europi gdje regulatori nadziru politike i procedure kreditnih rejting agencija i promoviraju reforme u svoje interno poslovanje. Problematika dodjele rejtinga strukturnim proizvodima riješit će se na način da će se revidirati korištene metodologije, verificirati korišteni podatci, objavljivanja oko korištenih metodologija, raspored revizije rejtinga i sl., odnosno revidirat će se svi aspekti proizvodnje rejtinga kod strukturnih proizvoda. Metodologije rejtinga za strukturne proizvode moraju se razlikovati u odnosu na metodologije koje se koriste kod obveznica, što se može riješiti različitom ljestvicom ili dodatnim simbolima. U modele se treba uključiti i rizik likvidnosti koji je u dosadašnjoj primjeni bi zanemaren.

⁵⁰ Engl. rating shopping.

⁵¹ Op.cit., *The Credit Rating Crisis*, str. 19.

⁵² Pavković, A., *Basel II kao uzrok globalne financijske krize*, Svijet osiguranja, pregledni znanstveni članak, 2011., str. 42.-49.

Kreditni rejtinzi moraju biti neovisni, objektivni i visoko kvalitetni, no i investitori trebaju osvijestiti rizike uključene u neke proizvode i ne oslanjati se isključivo na dodijeljene rejtinge, već ukoliko ne posjeduju dovoljno kvalitetnih informacija ne investirati u proizvode.

LITERATURA

Ashcraft, A., Goldsmith-Pinkham, P., Vickery, J., *MBS ratings and the mortgage credit boom*, Federal Reserve Bank of New York, 2009.

Benmelech, E., Dlugosz, J., *The Credit Rating Crisis*, NBER Working Paper No. 15045, Cambridge, 2009.

BIS, *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers br. 3, 2000.

Cantor, R., Packer, F., *The credit rating industry*, FRBNY quarterly review, http://www.ny.frb.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.html, 1994.

Cantor, R., Packer, F., *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*, FRBNY Economic Policy review, Federal Reserve Bank of New York, 1996.

Dittrich, F., *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, doktorska disertacija, Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln, 2007.

ECB, *Beyond ROE – how to measure bank performance*, 2010.

ECB, *Credit Rating Agencies: developments and policy issues*, Monthly Bulletin, 2009.

Fitch Ratings, *Fitch Sovereign Ratings: Rating Methodology*, www.fitchratings.com.bo/Upload/methodology.pdf, New York, 2010.

International Monetary Fund, *The uses and abuses of sovereign credit ratings*, 2010.

Jewell, J., Livingston, M., *A Comparison of Bond Ratings from Moody's S&P and Fitch IBCA*, Financial Markets, Institutions and Instruments br. 4., Blackwell Publishers, New York University Salomon Center, 1999.

Katz, J., Salinas, E., Stephanou, C., *Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions*, The World Bank Group, Financial and Private Sector Development Vice Presidency, Washington, 2009.

Kuhner, C., *Financial rating agencies: Are they credible? – Insights into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risk*, Schmalenbach Business Review, Vol. 53, Muenchen, 2001.

Leko, V., Mates, N., urednici, *Rječnik bankarstva i financija*, Masmedia, Zagreb, 1993.

Moody's, *Rating Symbols & Definitions*, 2009.

<http://v3.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodyRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>.

Pavković, A., *Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava*, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet Zagreb, 2007.

SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, 2003.

<http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>, str. 26.

Standard&Poor's, *Credit Ratings Definitions & FAQs*, 2010. <http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us>.

Standard&Poor's, *Rating Methodology: Evaluating the Issuer*, <http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/methodology.pdf>.

Sy A., *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, IMF Working Paper, 2009.

Utzig, S., *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*, ADBI Working Paper Series, Tokyo, 2010.

White, L. J., *The Credit Rating Agencies: How Did We Get Here? Where Should We Go?*, <http://www.ftc.gov/be/seminardocs/091112crediratingagencies.pdf>, 2009.

Anita Pavković, Ph. D.

Assistant Professor
Faculty of Economics and Business Zagreb
E-mail: anita.musa@efzg.hr

Davor Vedriš, M. A.

E-mail: davor987@gmail.com

**RETHINKING CREDIT RATING AGENCIES' ROLE IN
CONTEMPORARY FINANCIAL SYSTEMS*****Abstract***

Credit rating agencies today are playing a significant role in well developed global securities and banking markets. Their primary goals are providing independent, objective and high quality ratings to all interested financial services beneficiaries. Market participants (like commercial banks, investment funds, insurance companies, pension funds, other institutional investors and companies), have embedded credit ratings in their investment and credit assessment frameworks. As the markets evolved and became more complex, credit rating agencies were expected to cover an evaluation of wider range of financial instruments and connected risks. Most sophisticated ratings users in recent years did not undertake own due diligence work, but rather outsource their credit risk management to rating agencies and relied on ratings which consequently caused enormous damages and losses in financial systems all around the world. The aim of the paper is to introduce basic limitations in intensive use of credit ratings in investment and banking policies and to give global professional and scientific literature an overview on the positive and negative impacts of their future use.

Key words: *credit rating agency, rating scale, rating methodology, regulation, transparency*

JEL classification: *G21*